

## 天顺风能(002531)/电源设备

## 与 Vestas 签订风塔大单，风塔龙头后劲十足

**评级：买入(维持)**

市场价格：6.38

目标价格：9

分析师：邵晶鑫

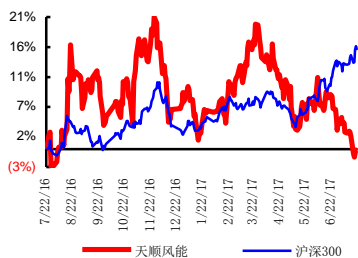
执业证书编号：S0740517010005

电话：

Email: shaojx@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	1,779
流通股本(百万股)	1,473
市价(元)	6.38
市值(百万元)	11,350
流通市值(百万元)	9,400

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 风塔业务再创佳绩，看好叶片和风电场运营业务
- 2 危废处置项目落地，叶片达成战略合作
- 3 募投风电场加快建设，投融资业务持续推进

**公司盈利预测及估值**

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,148.61	2,263.50	2,624.15	3,652.22	5,192.58
增长率 yoy%	53.22%	5.35%	15.93%	39.18%	42.18%
净利润	297.87	397.07	524.64	677.66	873.66
增长率 yoy%	70.32%	33.30%	32.13%	29.17%	28.92%
每股收益(元)	0.36	0.22	0.29	0.38	0.49
每股现金流量	0.41	0.31	0.44	0.54	0.64
净资产收益率	13.19%	8.65%	10.70%	12.14%	13.54%
P/E	37.99	30.83	21.63	16.75	12.99
PEG	0.54	0.93	0.67	0.57	0.45
P/B	5.01	2.67	2.31	2.03	1.76

**投资要点**

- **事件：**公司全资子公司天顺新能源与 Vestas 签署 2017 年度至 2020 年度《塔架采购框架协议》，双方就风力发电塔架在全球范围内的采购与供应实施战略合作，按照协议要求，Vestas 每年度采购不低于 1200 段至 1800 段，天顺新能源每年度保证产能不低于 1400 段至 2000 段。
- **与全球第一风电设备整机商签署长期塔架采购框架协议，主营风塔业务稳中有升。**全资子公司天顺新能源与 Vestas 签署协议，2017 年至 2020 年 Vestas 每年度采购不低于 1200 段至 1800 段塔架，该采购协议保证了公司未来四年主营风塔业务的业绩增长性：(1) Vestas 是 2016 年度全球新增装机容量排名第一的风电设备整机厂商，在风电技术领域居于世界领航地位，资金实力雄厚，信用良好，具有良好的履约能力；(2) 2016 年，公司风塔业务占总营收的 93.14%，而 2016 年公司与 Vestas 发生交易金额为 8.92 亿元，占公司同类业务的比重为 39.40%，尽管公司没有披露采购框架协议的细节，考虑到公司从 2007 年就开始与 Vestas 合作，我们认为该采购协议对应的交易金额很有可能会比 2016 年的金额要大，也就是说未来四年主营风塔业务 40% 的收入有保证。加上公司近年不断开拓海内外市场，主营风塔业务稳中有升。
- **风电场和叶片业务进展顺利，业绩增长可期。**公司在主营风塔业务的基础上在风电产业链上布局了风电场和叶片业务。新疆哈密 300MW 风电场 2016 年 7 月份并网发电，今年可以全年发电，同时公司正在建设山东菏泽鄄城左营(150MW)、河南南阳桐柏歌马岭(100MW)、山东菏泽牡丹李村(80MW)三个风电场项目，预计三个项目将在今年年底或明年年初并网发电，2018 年可以贡献业绩。另一方面，公司的叶片工厂今年 8 月主体完工，预计明年贡献业绩。
- **外延金融服务业务，发展汽车融资租赁。**除风电行业之外，公司还外延金融服务业务，投融资事业部改名金融服务事业部。下一步工作重点放在金融服务，特别是汽车融资租赁。主要着眼于需求量较大的 7 万元左右的私家车，由于这类车每月还款仅为 1000-2000 元，风险较低，业绩有保证。
- **投资建议：**预计 2017-2019 年分别实现净利 5.25、6.78 和 8.74 亿元，同比分别增长 32.13%、29.17%、28.92%，当前股价对应三年 PE 分别为 22、17、13 倍，给予目标价 9 元，“买入”评级。
- **风险提示：**风电装机不及预期，叶片和风电场业务拓展不及预期。

图表 1: 公司财务数据预测

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,402	2,149	2,263	2,624	3,652	5,193
增长率	8.65%	53.2%	5.3%	15.9%	39.2%	42.2%
营业成本	-1,083	-1,543	-1,493	-1,753	-2,467	-3,579
% 销售收入	77.3%	71.8%	66.0%	66.8%	67.5%	68.9%
毛利	319	606	770	871	1,185	1,613
% 销售收入	22.7%	28.2%	34.0%	33.2%	32.5%	31.1%
营业税金及附加	-4	-10	-17	-15	-22	-32
% 销售收入	0.3%	0.5%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-43	-62	-149	-125	-184	-270
% 销售收入	3.1%	2.9%	6.6%	4.8%	5.1%	5.2%
管理费用	-84	-115	-155	-163	-229	-329
% 销售收入	6.0%	5.3%	6.8%	6.2%	6.3%	6.3%
息税前利润 (EBIT)	188	419	450	568	749	981
% 销售收入	13.4%	19.5%	19.9%	21.6%	20.5%	18.9%
财务费用	-33	-31	-33	-3	-3	-4
% 销售收入	2.4%	1.4%	1.4%	0.1%	0.1%	0.1%
资产减值损失	-9	-62	-20	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	49	26	24	29	27	27
% 税前利润	24.4%	7.4%	5.2%	4.7%	3.4%	2.6%
营业利润	194	352	422	594	774	1,004
营业利润率	13.9%	16.4%	18.6%	22.6%	21.2%	19.3%
营业外收支	8	1	50	27	30	32
税前利润	202	353	472	621	804	1,036
利润率	14.4%	16.4%	20.9%	23.7%	22.0%	20.0%
所得税	-27	-55	-69	-92	-120	-154
所得税率	13.5%	15.6%	14.7%	14.8%	14.9%	14.8%
净利润	175	298	403	529	684	883
少数股东损益	0	0	6	4	7	9
归属于母公司的净利润	175	298	397	525	678	874
净利率	12.5%	13.9%	17.5%	20.0%	18.6%	16.8%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	175	303	412	529	684	883
少数股东损益	0	0	0	4	7	9
非现金支出	61	110	117	184	240	305
非经营收益	-13	2	9	-40	-46	-48
营运资金变动	-57	-76	15	116	74	2
经营活动现金净流	166	339	552	793	959	1,150
资本开支	81	1,121	404	912	1,063	1,090
投资	44	-317	-961	0	0	0
其他	28	73	-10	29	27	27
投资活动现金净流	-9	-1,365	-1,375	-883	-1,036	-1,062
股权募资	0	50	2,365	0	0	0
债权募资	-195	866	-478	-198	0	0
其他	-95	383	-612	-16	-225	-11
筹资活动现金净流	-289	1,299	1,275	-213	-225	-11
现金净流量	-133	273	452	-303	-302	77

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	367	648	1,116	809	501	568
应收款项	500	962	1,073	1,038	1,469	2,107
存货	352	301	393	408	565	826
其他流动资产	582	787	1,790	1,744	1,815	1,921
流动资产	1,802	2,697	4,372	3,999	4,351	5,422
% 总资产	60.6%	58.1%	55.1%	48.1%	45.7%	47.5%
长期投资	217	183	294	294	294	294
固定资产	810	1,409	2,863	3,614	4,429	5,207
% 总资产	27.3%	30.3%	36.1%	43.4%	46.5%	45.6%
无形资产	116	109	231	235	273	312
非流动资产	1,171	1,946	3,567	4,322	5,175	5,992
% 总资产	39.4%	41.9%	44.9%	51.9%	54.3%	52.5%
资产总计	2,972	4,643	7,939	8,321	9,525	11,414
短期借款	473	454	225	27	27	27
应付款项	456	1,521	1,422	1,478	2,182	3,146
其他流动负债	20	43	78	285	101	143
流动负债	949	2,018	1,725	1,791	2,311	3,316
长期贷款	0	290	233	233	233	233
其他长期负债	6	26	1,318	1,318	1,318	1,318
负债	955	2,334	3,276	3,342	3,862	4,868
普通股股东权益	2,004	2,259	4,592	4,903	5,581	6,455
少数股东权益	14	50	71	76	82	91
负债股东权益合计	2,972	4,643	7,939	8,321	9,525	11,414

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益(元)	0.425	0.362	0.223	0.295	0.381	0.491
每股净资产(元)	4.869	2.745	2.581	2.756	3.137	3.628
每股经营现金净流(元)	0.402	0.412	0.310	0.443	0.535	0.641
每股股利(元)	0.000	0.000	0.120	0.120	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	8.73%	13.19%	8.65%	10.70%	12.14%	13.54%
总资产收益率	5.88%	6.42%	5.00%	6.30%	7.11%	7.65%
投入资本收益率	8.52%	15.91%	9.34%	10.68%	11.54%	13.18%
增长率						
营业总收入增长率	8.65%	53.22%	5.35%	15.93%	39.18%	42.18%
EBIT增长率	4.36%	123.22%	7.48%	26.19%	31.94%	30.90%
净利润增长率	1.39%	70.32%	33.30%	32.13%	29.17%	28.92%
总资产增长率	1.51%	56.22%	70.99%	4.81%	14.47%	19.82%
资产管理能力						
应收账款周转天数	123.5	110.9	143.0	129.1	130.7	132.2
存货周转天数	100.5	77.2	84.8	84.9	83.6	84.2
应付账款周转天数	44.5	64.0	108.4	82.9	88.3	89.8
固定资产周转天数	207.2	132.2	279.8	432.7	395.0	341.5
偿债能力						
净负债/股东权益	5.22%	4.15%	-5.61%	-3.06%	2.76%	1.35%
EBIT利息保障倍数	5.7	13.6	13.8	187.1	269.4	225.7
资产负债率	32.12%	50.27%	41.26%	40.16%	40.55%	42.65%

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。